

# 箭牌家居 (001322)

证券研究报告

2024年05月13日

## 打造智能化先行优势，构建均衡合理销售结构

### 公司发布 23 年年报及 24 一季报

24Q1 收入 11 亿，同增 2%；归母净利-0.9 亿；23A 收入 76 亿，同增 2%，归母净利 4.2 亿，同减 28%；其中 23Q4 收入 24 亿，同增 5%，归母净利 1.4 亿，同减 20%。2023 年公司智能坐便器收入 15.6 亿同增 12%，占总 20%，同增 2pct。

2023 年初公司基于对市场判断和竞争需要，加速新品开发提高产品竞争力，同时相应调整销售政策，全渠道加大产品促销力度抢占市场份额，并加快推进内部降本工作；由于价格因素影响高于降本贡献，对毛利率和盈利水平产生影响。2024Q1 均价延续 23Q4 价格水平，国内毛利率环比有所增长但同比减少。

### 公司 2023 年拟派发现金红利 1.3 亿元（含税），分红率 30%；

分产品看，23A 卫生陶瓷收入 37 亿，同增 7%，毛利率 29%，同减 6pct；其中智能坐便器毛利率 30%，同减 6pct；卫生陶瓷 23A 销售量 902 万件，同增 14%；

龙头五金收入 21 亿，同增 2%；毛利率 27%，同减 4pct；销售量 1573 万件，同增 7%；

浴室家具收入 8 亿，同减 5%，毛利率 27%，同减 5pct。

分模式，23A 经销（包括经销零售、电商、家装及工程）收入 66 亿，同减 1%，毛利率 27%，同减 5pct；直销 10 亿，同增 20%，毛利率 34%，同减 5pct；23A 公司电商收入 16.1 亿元，同增 6.7%，其中直营电商 8.0 亿，同增 15.3%，经销电商收入 8.1 亿元，同减 0.73%；

23A 家装渠道收入 11.4 亿，同增 9.5%，其中经销家装 11.4 亿元，同增 9.4%。

23A 工程渠道收入 18.8 亿，同增 1.5%，其中经销工程 16.6 亿元，同减 2%。

分地区，境内 75 亿，同增 0.6%，毛利率 29%，同减 4pct；境外 1.3 亿，同增 238%，24Q1 收入同比增长，但整体占比仍较低。

截至 2023 年末，终端门店网点合计 17,567 家（增长的网点类型主要为家装店和下沉渠道网点）。2023 年公司经销零售（门店）收入 29.5 亿元，同减 3.47%。

公司 24Q1 毛利率 24%，同减约 6pct，净利率-8%，同减约 8pct。

### 坚定智能化方向，打造智能化先行优势

自 2006 年研发智能坐便器开始，公司持续推动智慧家居产品研发，以“智慧生活”为产品主线，陆续推出了智能花洒、智能浴室镜、智能龙头、智能浴室柜、智能淋浴房等智能产品，持续完善智能卫浴品类。2023 年公司推出“智慧生活新提案”，由智能健康科技、智能场景等产品套系组合而成，包含 X7 ZOOM 智能坐便器、H2 智能坐便器、Eason 伊森系列、MOON 盈月系列、DOMINO 组合式智能镜柜等科技新品，不仅融入丰富智能科技元素，同时也深植人性化的设计理念，体现了对用户理解的深切关怀。

### 坚持零售为主推进全渠道营销，构建均衡合理的销售渠道结构

公司持续推动经销商布局销售空白区域，完善终端门店布局，加快渠道下沉，扩大销售覆盖范围，在区域范围内构建更完整、辐射能力更强的终端营销体系，实现市场的广度和深度覆盖，巩固和提升市场份额。

在电商渠道布局方面，公司自建电商运营团队并同时和电商经销商长期合

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.1 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	970.12
流通 A 股股本(百万股)	165.61
A 股总市值(百万元)	8,828.11
流通 A 股市值(百万元)	1,507.08
每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	49.07
一年内最高/最低(元)	20.08/7.72

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《箭牌家居-季报点评:全面推进智能马桶销售策略与结构优化》2023-10-30
- 《箭牌家居-半年报点评:智能化表现亮眼,产品策略持续优化》2023-08-23
- 《箭牌家居-公司点评:推出股权激励,绑定团队加速成长》2023-05-22

作，开展直营电商和经销商电商业务，为此，公司制定了“1+N”的多店铺矩阵战略，即1家全品类官方旗舰店和多家品类专卖店联动，全品类旗舰店用以展示公司最具有核心竞争力的、技术领先的、品牌产品；专卖店则从产品功能、产品款式以及价格区间来对产品品类进行充分细分，并提供全流程的专业化服务。

**公司积极把握渠道流量变化趋势，积极拓展家装渠道**，与全国性头部家装公司达成战略合作并由各地经销商落地实施，同时，公司各区域服务人员协同经销商开展“家装城市合伙人”等活动以开拓当地中小微家装企业，并提供专项产品方案。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

2024年公司将基于用户需求，继续提升产品规划能力，打造旗舰产品，推进产品线的调整；加快新品上市和门店升级，优化销售结构；加速渠道下沉和海外出口，拓宽销售渠道，持续完善全渠道布局；加快推进降本增效工作，提升公司的盈利能力。根据23年报及24年一季报，考虑地产数据低迷，后周期消费需求疲软，我们调整盈利预测，预计24-26年归母净利润分别为4.8/5.6/6.7亿元（24-25年前值分别为5.89/7.16亿元），对应PE分别为18/16/13X。

**风险提示：**市场竞争加剧；房地产市场波动以及消费者需求放缓；原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,513.46	7,648.18	8,477.24	9,429.23	10,728.58
增长率(%)	(10.27)	1.79	10.84	11.23	13.78
EBITDA(百万元)	1,399.51	1,251.55	1,101.10	1,247.36	1,414.18
归属母公司净利润(百万元)	593.03	424.64	481.61	562.75	670.47
增长率(%)	2.75	(28.39)	13.42	16.85	19.14
EPS(元/股)	0.61	0.44	0.50	0.58	0.69
市盈率(P/E)	14.89	20.79	18.33	15.69	13.17
市净率(P/B)	1.86	1.76	1.61	1.48	1.34
市销率(P/S)	1.17	1.15	1.04	0.94	0.82
EV/EBITDA	10.05	8.53	6.39	6.08	4.53

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,900.21	1,969.72	2,700.25	2,087.60	3,151.38
应收票据及应收账款	424.24	452.94	442.83	599.91	583.62
预付账款	31.77	37.87	40.46	47.36	50.55
存货	1,378.84	1,273.91	1,657.78	1,713.29	2,004.34
其他	112.70	78.46	104.99	107.75	102.26
<b>流动资产合计</b>	<b>3,847.77</b>	<b>3,812.89</b>	<b>4,946.31</b>	<b>4,555.91</b>	<b>5,892.15</b>
长期股权投资	13.69	14.16	14.16	14.16	14.16
固定资产	3,168.91	4,917.42	4,715.37	4,998.40	5,341.46
在建工程	1,725.84	393.08	954.46	1,142.68	1,297.61
无形资产	950.33	933.60	886.36	839.12	791.88
其他	372.09	568.39	543.78	506.37	513.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,230.86</b>	<b>6,826.66</b>	<b>7,114.14</b>	<b>7,500.73</b>	<b>7,958.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,078.62</b>	<b>10,639.55</b>	<b>12,060.44</b>	<b>12,056.64</b>	<b>13,850.42</b>
短期借款	300.22	298.99	269.09	242.18	217.96
应付票据及应付账款	2,733.61	2,698.63	3,893.94	3,436.90	4,583.99
其他	664.28	969.98	1,231.83	1,332.54	1,485.99
<b>流动负债合计</b>	<b>3,698.11</b>	<b>3,967.59</b>	<b>5,394.86</b>	<b>5,011.62</b>	<b>6,287.94</b>
长期借款	1,228.79	1,150.52	1,035.47	931.92	838.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	142.41	149.61	143.55	145.19	146.12
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,371.20</b>	<b>1,300.14</b>	<b>1,179.02</b>	<b>1,077.11</b>	<b>984.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,335.79</b>	<b>5,632.54</b>	<b>6,573.88</b>	<b>6,088.74</b>	<b>7,272.79</b>
少数股东权益	6.25	5.22	4.40	3.53	2.41
股本	965.61	970.12	970.12	970.12	970.12
资本公积	2,033.60	2,098.13	2,111.17	2,111.17	2,111.17
留存收益	1,737.04	1,984.02	2,417.53	2,905.35	3,523.74
其他	0.33	(50.49)	(16.66)	(22.27)	(29.81)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,742.83</b>	<b>5,007.00</b>	<b>5,486.57</b>	<b>5,967.90</b>	<b>6,577.63</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,078.62</b>	<b>10,639.55</b>	<b>12,060.44</b>	<b>12,056.64</b>	<b>13,850.42</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	592.33	423.61	481.61	562.75	670.47
折旧摊销	348.35	438.13	487.91	526.00	569.25
财务费用	31.62	36.09	(3.02)	10.73	16.21
投资损失	(8.69)	(9.11)	(9.66)	(9.16)	(9.31)
营运资金变动	(689.16)	409.60	826.58	(572.84)	1,004.90
其它	126.29	(132.26)	(0.91)	(1.00)	(1.22)
<b>经营活动现金流</b>	<b>400.73</b>	<b>1,166.07</b>	<b>1,782.51</b>	<b>516.48</b>	<b>2,250.29</b>
资本支出	1,394.41	792.47	806.06	948.36	1,019.07
长期投资	0.59	0.48	0.00	0.00	0.00
其他	(2,662.58)	(1,668.37)	(1,596.40)	(1,889.20)	(2,029.76)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,267.58)</b>	<b>(875.42)</b>	<b>(790.34)</b>	<b>(940.84)</b>	<b>(1,010.69)</b>
债权融资	489.23	52.78	(260.51)	(107.87)	(116.30)
股权融资	997.64	18.23	(1.14)	(80.41)	(59.52)
其他	109.53	(225.28)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,596.41</b>	<b>(154.27)</b>	<b>(261.65)</b>	<b>(188.28)</b>	<b>(175.82)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>729.57</b>	<b>136.38</b>	<b>730.53</b>	<b>(612.65)</b>	<b>1,063.78</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7,513.46</b>	<b>7,648.18</b>	<b>8,477.24</b>	<b>9,429.23</b>	<b>10,728.58</b>
营业成本	5,045.65	5,480.94	6,014.60	6,653.27	7,545.41
营业税金及附加	81.63	96.51	91.55	107.76	124.62
销售费用	715.33	602.81	723.11	810.91	924.80
管理费用	653.39	660.25	720.57	782.63	885.11
研发费用	340.58	341.52	369.61	402.63	455.96
财务费用	16.14	4.92	(3.02)	10.73	16.21
资产/信用减值损失	(23.35)	(59.04)	(41.20)	(50.12)	(45.66)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.69	9.11	9.66	9.16	9.31
其他	(18.28)	41.83	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>693.68</b>	<b>469.33</b>	<b>529.29</b>	<b>620.35</b>	<b>740.12</b>
营业外收入	13.92	9.49	14.19	12.53	11.00
营业外支出	13.84	10.37	12.31	12.17	11.62
<b>利润总额</b>	<b>693.76</b>	<b>468.44</b>	<b>531.17</b>	<b>620.71</b>	<b>739.50</b>
所得税	101.43	44.84	50.46	58.97	70.25
<b>净利润</b>	<b>592.33</b>	<b>423.61</b>	<b>480.71</b>	<b>561.74</b>	<b>669.25</b>
少数股东损益	(0.70)	(1.03)	(0.91)	(1.00)	(1.22)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>593.03</b>	<b>424.64</b>	<b>481.61</b>	<b>562.75</b>	<b>670.47</b>
每股收益(元)	0.61	0.44	0.50	0.58	0.69

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-10.27%	1.79%	10.84%	11.23%	13.78%
营业利润	10.25%	-32.34%	12.77%	17.21%	19.31%
归属于母公司净利润	2.75%	-28.39%	13.42%	16.85%	19.14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.85%	28.34%	29.05%	29.44%	29.67%
净利率	7.89%	5.55%	5.68%	5.97%	6.25%
ROE	12.52%	8.49%	8.79%	9.44%	10.20%
ROIC	29.03%	10.41%	11.41%	15.50%	14.50%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.94%	52.94%	54.51%	50.50%	52.51%
净负债率	-5.30%	-5.25%	-22.91%	-12.43%	-28.97%
流动比率	0.97	0.88	0.92	0.91	0.94
速动比率	0.62	0.59	0.61	0.57	0.62
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	17.95	17.44	18.93	18.09	18.13
存货周转率	5.43	5.77	5.78	5.59	5.77
总资产周转率	0.80	0.74	0.75	0.78	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	0.44	0.50	0.58	0.69
每股经营现金流	0.41	1.20	1.84	0.53	2.32
每股净资产	4.88	5.16	5.65	6.15	6.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.89	20.79	18.33	15.69	13.17
市净率	1.86	1.76	1.61	1.48	1.34
EV/EBITDA	10.05	8.53	6.39	6.08	4.53
EV/EBIT	12.98	12.54	11.47	10.51	7.59

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com